

Hur kan vi kurera ekonomiska kriser?

DAVID DOMEIJ OCH TORE ELLINGSEN

David Domeij är docent vid National-ekonomiska institutionen, Handelshögskolan i Stockholm.

Han forskar främst om arbetsutbud, sparande och ojämlikhet. david.domeij@hhs.se

Tore Ellingsen är professor vid National-ekonomiska institutionen, Handelshögskolan i Stockholm.

Han forskar främst om organisering, socialt beteende och kontraktsutformning. tore.ellingsen@hhs.se

Vi presenterar en ny teori för makroekonomiska kriser, som den stora depressionen på 1930-talet och den stora recessionen, som vi fortfarande lever med. Kärnan i teorin är att ökad efterfrågan på nominell statsskuld, kopplad till att en tillgångsbubbla spricker, driver upp penningvärdet. Detta deflationstryck manifesteras i utbudsöverskott på arbets- och varumarknader, eftersom priserna och lönerna är stela nedåt. Krisen kan motverkas antingen genom att man ökar det totala utbudet av nominella tillgångar eller genom att man varaktigt, men försiktigt, sänker den nominella räntan. Om man sänker räntan för mycket förlängs krisen.

Den stora recessionen från 2008 och framåt har varit och är kostsam. Jämfört med den långsiktiga BNP-trenden före krisen har euroområdet förlorat mer än tjugo procent. Även USA, som återhämtat sig bättre, tycks mer eller mindre varaktigt ha förlorat nära tio procent av sin BNP; se Martin m fl (2015). Eftersom kriser oftast slår hårdast mot de mest utsatta är välfärdsförlusterna än större än vad dessa aggregat antyder. Det förefaller sannolikt att de senaste årens folkliga uppror mot eliten delvis kan kopplas till dessa ekonomiska bakslag.

Det finns tre möjliga tolkningar av krisen och dess hantering:

1. Krisens djup var oundvikligt.
2. Det hade varit möjligt att stävja krisen, men ekonomerna förstod inte hur.
3. Ekonomerna förstod vad som behövdes, men politikerna vägrade.

Vi anser att tolkning 2 är rimligast. Här erbjuder vi vår egen teori om vad som utlöste krisen och varför den ekonomiska politiken inte räckte till. Teorin utmynnar i nya förslag till hur man avslutar innevarande kris och stävjar liknande kriser i framtiden. En mer fullständig argumentation finns i Domeij och Ellingsen (2017a, 2017b, 2017c), där de två första lägger den analytiska grunden och där den sista innehåller en tillämpning på kriser och krispolitik.

Låt oss börja med slutsatsen. Våra förslag är följande: För att mildra eller helt undvika makroekonomiska kriser av det slag vi nyss upplevt behöver man genomföra ett av följande alternativ:

- alternativ (i): en snabb och storskalig finanspolitisk expansion;
- alternativ (ii): en uthållig men inte alltför stor räntesänkning;
- alternativ (iii): någon kombination av de två åtgärderna.

Alla tre alternativen kan utformas på ett sätt som är förenligt med fullt kapacitetsutnyttjande. Vad som är *bästa* lösningen beror på huruvida man önskar höja eller sänka den långsiktiga realräntan. Oavsett vilket alternativ man väljer är det avgörande att samordna penning- och finanspolitiken och förklara åt vilket håll man syftar att styra ekonomin.

Innan vi presenterar vår analys vill vi gärna besvara två frågor. Den första frågan: Är inte detta precis vad Paul Krugman, Lars E O Svensson, liksom många andra nykeynesianer, säger? Nej, det är det inte. De har i viss mån förordat alternativ (i), snabb och storskalig finanspolitik, men anser att denna åtgärd endast ska användas i sista hand, efter vad vi kan kalla alternativ (o): en stor (och eventuellt uthållig) räntesänkning. För dessa ekonomer, som i dag representerar huvudfåran såväl inom akademien som i centralbanksfåren, är det enda eventuella problemet med penningpolitiken att centralbankerna inte kan (eller vill) sänka den nominella räntan tillräckligt mycket. En av våra huvudpånger är tvärtemot att *alltför stora räntesänkningar är kontraproduktiva*.

Den andra frågan: Men stora räntesänkningar har väl varit en del av Sveriges relativa framgång? Ja, men Sverige är ett litet land med egen valuta. Alla kan inte få igång sina ekonomier genom att depreciera sin valuta relativt andra. Globalt måste krisen lösas på ett annat sätt.

1. Vårt argument i kortversion

Vår tolkning är att krisen 2008 utlöstes när investerare sökte sig bort från fastighetsmarknaden och in i marknaden för statsobligationer, kanske därför att de blivit nervösa på grund av ständiga höjningar av styrräntan. Något liknande hände på 1930-talet, men då sökte sig investerarna bort från aktiemarknaden. När efterfrågan på nominella tillgångar går upp, blir det en press uppåt på själva penningvärdet – ett *deflationshot*.

Om priserna är tillräckligt flexibla nedåt omsätts denna press i faktisk deflation, som på 1930-talet. Deflation slår hårt mot skuldsatta hushåll och företag och det kan ta lång tid att ersätta alla de egentligen sunda företag som då går i konkurs, eftersom entreprenörer inte är alldeles utbytbara. Detta är ett centralt argument i hela litteraturen om finansiella friktioner och varaktiga effekter av kriser, en litteratur som på många sätt startades av Irving Fisher (1933).

Eftersom många priser är stela nedåt, får vi dock inte nödvändigtvis aggregerad deflation, i varje fall inte i tillräcklig grad för att skapa balans på varumarknaderna. I stället får vi lägre efterfrågan än utbud på konsumtionsvaror. Om ingenting görs, blir det en period av utbudsöverskott, något som har stora kostnader på kort sikt. Även här får man utslagning av skuldsatta företag som saknar tillräckligt eget kapital för att ta sig igenom recessionen.

Om även nominella löner är stela nedåt blir det arbetslöshet. Utbudsöverskott på varumarknaden och arbetsmarknaden är precis vad som känne-

tecknar keynesiansk arbetslöshet, enligt den teori som utvecklades av John Maynard Keynes (1936).

Krisen kan lösas på två sätt. Antingen ökar man mängden nominella tillgångar – obligationer och pengar – eller så sänker man räntan för att göra det mer attraktivt att konsumera i stället för att spara.

I det första fallet – mer nominella tillgångar – går det samlade värdet på statsskulden upp, och det är själva poängen. I ekonomisk debatt framställs expansiv finanspolitik oftast som att man ökar efterfrågan på varor; vi vill i stället säga att man tillfredsställer efterfrågan på pengar och andra nominella tillgångar. Det är inte centralt vad statsskulden finansierar, det viktigaste är att skulden tillåts öka tillräckligt mycket för att tillfredsställa efterfrågan på nominella tillgångar utan att dessa stiger i värde (eller, mer precist, skulle stiga i värde utan nominella stelheter). Denna lösning kan framstå som riskabel om man fruktar att statsskulden ska börja kosta alltför mycket – en fruktan som dock enbart är rationell om man tror att den genomsnittliga realräntan på statsobligationer i framtiden kan komma att överstiga tillväxttakten, eller att man av andra skäl plötsligt tvingas reducera skuldkvoten.

När man diskuterar räntesänkningar är det viktigt att hålla tungan rätt i mun. Är sänkningen permanent eller tillfällig? Och vad antas om skuldpolitiken? Längs en balanserad tillväxtbana med konstant nominell ränta är inflationstakten lika med skillnaden mellan ökningstakten av den nominella skulden och ekonomins reala tillväxttakt. En permanent sänkning av den nominella räntan, under bibehållen politik för ökning av den nominella statsskulden, kommer därför att leda till en lika stor sänkning av realräntan. Våra beräkningar visar att en modest permanent räntesänkning räcker för att dämpa efterfrågan på tillgångar tillräckligt för att eliminera allt deflationstryck, och skuldkvoten kan ligga kvar på sin ursprungliga nivå. En modest *tillfällig* räntesänkning, å andra sidan, bidrar enbart till att reducera inflationstakten i samma grad. Detta motverkar inte efterfrågan på stats-skuld, men det möjliggör en gradvis anpassning till en högre skuldkvot.

Om man däremot tillfälligt sänker den nominella räntan med mer än den ursprungliga inflationstakten, skapar man deflationstryck och utbudsöverskott. Eftersom det förväntas att realräntan så småningom ska tillbaka till sin ursprungliga nivå, vilket kräver att statsskulden så småningom går upp i värde, åstadkommer man den tillfälliga realräntesänkningen enbart genom att skapa en ekonomisk kris. Den tillfälligt låga räntan gör också att man väljer att hålla mer statsskuld i form av pengar i stället för obligationer. Den stora efterfrågan på likviditet som observerats under krisen behöver alltså inte tolkas som en plötslig ändring i aktörernas likviditetspreferenser eller som utslag av någon annan exogen chock.¹

¹ Det tycks finnas en mycket betydande faktisk efterfrågan på likviditet, särskilt i länder med låga räntor och ihållande överskottskapacitet. I Japan motsvarar bolagens samlade kassa mer än halva BNP, vilket är flera gånger högre än i USA, men även där håller bolagen mycket mer likvida medel än de brukade när räntorna var högre. Se exempelvis Hashimoto och Kinoshita (2016) och Sanchez och Yurdagül (2013).

Om man enbart vill använda räntevapnet bör man sänka räntan förhållandevis beskedligt och varaktigt och inte kraftigt och temporärt. Med en medicinsk analogi: Om investerarna permanent har övergett en tillgångsbubbla för statsobligationer och man inte tryckt tillräckligt många nya obligationer för att möta efterfrågan, är deflationstrycket att betrakta som ett kroniskt tillstånd och inte en tillfällig infektion. En kortvarig men extrem räntesänkning har inte större förutsättningar att återställa balansen i ekonomin än en veckas intensivbehandling med insulin har att motverka diabetes. Och tillståndet blir inte bättre av att man fortsätter samma överdoserande en längre tid.

För att sammanfatta: Den expansiva penningpolitiken under det senaste decenniet har nog varit mer lyckosam än den kontraktiva penningpolitiken under 1930-talskrisen, men den har ändå varit misslyckad. Man bör aldrig tillfälligt sänka den nominella räntan så mycket att nominella prisstelheter börjar binda, utan bör hålla räntan tillräckligt hög för att prisnivån hela tiden ska vara i rörelse uppåt.

2. Vår modell kontra standardmodellen

Vi genomför vår analys i en dynamisk och dynastisk allmän jämviktsmodell med ofullständiga marknader och nominella pris- och lönestelheter. Den skiljer sig från de nykeynesianska allmän jämviktsmodeller som dominerat policyanalyserna de senaste decennierna på två sätt.

För det första utgår de flesta nykeynesianska modeller ifrån att marknaderna är fullständiga eller att man av andra skäl kan betrakta beteendet som om det finns en ”representativ” agent. I dessa modeller finns det därför ingen långsiktig effekt av penning- och finanspolitik på jämviktsrealräntan. Dessutom blir den långsiktiga realräntan r alltid högre än ekonomins tillväxttakt g , vilket medför att det inte kan finnas (rationella) bubbler. Empiriskt finns inget stöd för antagandet att $r > g$. Tvärtom är den reala statslåneräntan nästan alltid lägre än tillväxttakten för stabila låntagare som USA, Tyskland, och Japan. Genom att använda en modell med ofullständiga marknader blir det möjligt att tala om tillgångsprisbubblor och krascher utan att samtidigt föra in en teori om hur investerare är irrationella.

För det andra har nykeynesiansk analys i all huvudsak hållit sig till den tolkning av recessioner som introducerades av Krugman (1998), nämligen att realräntans jämviktsläge tillfälligt sjunkit under noll. (Detta kan tyckas vara en märklig hypotes bland ekonomer som vanligtvis litar på att $r > g$.) Enligt denna tolkning uppstår kriser därför att den nominella räntan inte kan sänkas tillräckligt mycket. Detta är en radikalt annorlunda tolkning av krisen än vår, som ju innebär att stora nominella räntesänkningar är skadliga.

3. Hur modellen fungerar

Liksom i alla modeller med ofullständiga marknader är det grundläggande problemet att man inte trovärdigt kan lova att dela med sig av alla förmåner den dag man upplever goda tider och därmed inte fullt ut kan försäkra sig mot dåliga tider. Därför uppstår en efterfrågan på sparmedel.

Potentiellt är efterfrågan på sparmedel så stor att människor är villiga att investera i tillgångar som frimärken, ädla stenar och konst. Dessa tillgångar är ”rena bubblor” i bemärkelsen att de saknar fundamentalt värde (dvs nuvärdet av framtida avkastning är praktiskt taget noll). Dessutom kan det uppstå bubblor i priserna på andra saker med obestämd eller oändlig livstid, vare sig det är produktiva tillgångar, som land, eller finansiella krav, som aktier. I jämvikt måste det förväntade priset på en bubbla växa med realräntan. Notera att en bubbla är definierad som skillnaden på marknadspris och fundamentalt värde. *Inget säger att bubblan någonsin måste spricka.*

Teorin om rationella bubblor är gammal, och så sent som 1989 var den en helt central del av makroekonomisk teori. Kapitel 5 i Blanchard och Fischer (1989) är på mer än 100 sidor och handlar enbart om bubblor och deras kusiner, Ponzi-skulder. En anledning till att många makroekonomer blev skeptiska till bubbelmodeller är att de inte verkade fungera om man tillåter realistiska marknader. Michael Woodford, vars bok *Interest & Prices* från 2003 blivit något av en bibel i centralbanksvärlden, har varit speciellt kritisk till teorin om rationella bubblor; se i synnerhet Santos och Woodford (1997). En viktig komponent i vår egen forskning har varit att visa att Woodfords kritik är överdriven. Rationella bubblor och Ponzi-skulder är inte alls oförenliga med realistiska tillgångsmarknader (Domeij och Ellingsen 2017a, 2017b).

I vår modell av ekonomiska kriser, som återfinns i Domeij och Ellingsen (2017c), finns en rik uppsättning tillgångar: Fysiskt kapital ägs av företag och motsvaras av obligationer som handlas på marknaden. Immateriellt kapital ägs dels direkt av entreprenörer (entreprenörsägda bolag) och dels av andra genom aktiemarknaden (handlade bolag). Nominell statsskuld emitteras av staten. Slutligen finns det icke-produktiva tillgångar (mark, konst, andra samlarobjekt), som ändå kan tjäna som sparmedel.

Eftersom statsobligationer är nominella och bubblor är möjliga, har staten inte full kontroll över jämviktsräntan. Det finns massor av jämviktspriser. Om aktörerna av någon anledning får för sig att en viss tillgångsbubbla ska spricka, är dessa förväntningar självuppfyllande.

Om investerare flyttar sina besparingar från en privat bubbla till en annan, uppstår ingen kris. Modellen ger därför ett skäl till varför it-bubblan kunde spricka utan större konsekvenser för samhället i stort; fallet i aktiepriser motsvarades av höjda fastighetspriser. *Men om man flyttar besparingar till den nominella statsskulden, blir det en press uppåt på penningvärdet.* Om denna press är starkare än den underliggande inflationen förknippad med rutinmässig tillväxt av nominella tillgångar, blir det ett deflationstryck.

Då måste staten välja. För att motverka deflationstrycket måste den

antingen öka mängden nominella tillgångar vid bibehållen ränta, något som medför att den reala statsskulden går upp, eller så måste den sänka räntan tillräckligt så att efterfrågan på statsskuld (och andra tillgångar) sjunker. I det senare fallet handlar det om en permanent räntesänkning.

En lagom stor räntesänkning kan hålla statsskulden konstant. Men det är värt att notera att räntesänkningen reducerar statens räntekostnad, vilket betyder att underskotten i budgeten, som andel av BNP, måste vara högre längs med den nya tillväxtbanan (vi vet att det ska vara permanenta underskott, precis som i verkligheten, eftersom $r < g$). Om finanspolitiken låg fast vid ett ursprungligt underskottsmål, och den årliga ökningen av nominell skuld därför minskade som svar på räntesänkningen, skulle penningvärdet förhindras att falla trots lägre nominella räntor. Då sjunker i stället inflationen och en recession är oundviklig.

En relevant fråga är då: Vad bör en oberoende Riksbank göra om finanspolitiken vägrar att ackommodera räntesänkningen? Vid en konferens för något år sedan frågade en av oss riksbankschefen Stefan Ingves om direktionen någonsin funderat på att hota höja räntan för att bestraffa en alltför stram finanspolitik. Ingves konstaterade med ett leende att direktionen aldrig haft sådana funderingar.

Slutligen är det ett stort misstag att tillfälligt sänka räntan för mycket. En räntesänkning som överstiger inflationstakten medför att efterfrågan på pengar ökar mycket, vilket ökar deflationstrycket och därmed krisens varaktighet.

4. Avslutning

Det är svårt att kurerar en ekonomisk kris om man inte förstår dess orsak. Makroekonomisk forskning har till stor del sitt ursprung i 1930-talskrisen. Så småningom nåddes någon slags konsensus om att krisen utlöstes av aktiemarknadens krasch 1929 och det skenande priset på guld som följde i krisens kölvatten. Eftersom penningvärdet var kopplat till guldpriset blev följden en förödande deflation, fast inte större än att det blev stort utbudsoverskott på såväl varumarknader som arbetsmarknaden. De flesta nationalekonomer enades om att guldstandarden var en riskabel konstruktion och att centralbankerna bör se till att ”trycka pengar”, eventuellt med understöd av expansiv finanspolitik, om liknande deflationstendenser skulle skönjas igen.

Men Japans långdragna kris, liksom den stora globala recessionen sedan 2008, har avslöjat att vi trots allt inte riktigt förstod hur man bäst hantlar ett deflationstryck. Det är sant att flertalet ekonomer ansett att expansiv finanspolitik skulle kunna spela en viktig roll, men redan tidigt var det många som tyckte att man borde strama åt finanspolitiken igen. Minns t ex det brev till *Sunday Times* den 14 februari 2010 som signerades av 20 världsledande nationalekonomer och som bidrog till att legitimera ekonomiska åtstramningar i Storbritannien – utan vilka Brexitomröstningen kunde fått

ett annat utfall. Brevet skrevs inte av illvilja, utan var ett uttryck för ärliga övertygelse beträffande den lämpligaste finanspolitiken.

Om penningpolitiken har enigheten varit bredare: Extremt låga räntor har ansetts gynna återhämtningen på kort sikt, även om de eventuellt kan skapa andra problem längre fram. Vi själva trodde också på värdet av tillfälligt låga räntor, fram till för några månader sedan då vår modell vägrade hålla med.

Om analysen visar sig vara inte enbart korrekt utan även relevant, har vi alla haft fel om penningpolitiken.

REFERENSER

- Blanchard, O J och S Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Domeij, D och T Ellingsen (2017a), "Rational Bubbles in Realistic Markets: An OLGA Model", manuskript, Handelshögskolan i Stockholm.
- Domeij, D och T Ellingsen (2017b), "Rational Bubbles and Public Debt Policy: A Quantitative Analysis", manuskript, Handelshögskolan i Stockholm.
- Domeij, D och T Ellingsen (2017c), "Bond-Boom Recessions", manuskript under utarbetning, Handelshögskolan i Stockholm.
- Fisher, I (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, vol 1, s 337-357.
- Hashimoto, Y och N Kinoshita (2016), "The Financial Wealth of Corporations: A First Look at Sectoral Balance Sheet Data," Working Paper 16/11, Statistics Department, IMF, Washington, DC.
- Keynes, J M (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt, Brace & World, New York.
- Krugman, P (1998), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 2, s 137-205.
- Martin, R, T Munyan och B A Wilson (2015), "Potential Output and Recessions: Are We Fooling Ourselves?", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 1145, Washington, DC.
- Sanchez, J M och E Yurdagul (2013), "Why Are Corporations Holding So Much Cash?", *The Regional Economist*, januari, s 5-8.
- Santos, M S och M Woodford (1997), "Rational Asset Pricing Bubbles", *Econometrica*, vol 65, s 19-58.
- Woodford, M (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton, NJ.